

桐昆股份 (601233.SH)

全球最大的涤纶长丝企业，布局炼化项目成长空间大

国内涤纶长丝产业规模稳步增长，行业供需有望底部边际改善；公司持续巩固涤纶长丝龙头地位，加强产业链上游原材料配套；积极布局炼化一体化项目，进一步打开未来成长空间。

- 国内涤纶长丝产业规模稳步增长，行业供需有望底部边际改善。近几年我国涤纶长丝行业产能规模持续增长，当前行业投产高峰期已过，同时随着多年来的行业竞争，落后产能持续退出，供给压力大幅降低。我国涤纶长丝行业集中度较高，前五大企业合计产能占比达 75.1%，龙头企业市场控制力不断增强。目前纺织服装及服饰业景气度基本处于近几年来底部水平，逐步呈现企稳向好趋势，近期国内密集出台多项房地产支持政策，目前多地房地产市场预期进一步改善，有助改善家纺业需求。今年前 10 月国内涤纶长丝表观消费量同比大幅增长，预计涤纶长丝行业供需关系有望逐步底部改善。
- 公司持续巩固涤纶长丝龙头地位，加强产业链上游原材料配套。公司是全球最大的涤纶长丝生产企业，近几年公司涤纶长丝产能规模持续增长，目前具备 1300 万吨聚合、1350 万吨涤纶长丝年生产加工能力，长丝产能及产量位列行业第一。公司在涤纶长丝产业基础之上，向上游延伸至 PTA、MEG、纺丝油剂、石油炼化、热力工程等领域。公司现有 PTA 产能 1020 万吨，目前已实现 PTA 原材料自给自足，一期 60 万吨/年天然气制乙二醇项目已建成投产，进一步加强原材料配套。
- 积极布局炼化一体化项目，进一步打开未来成长空间。公司参股投资浙石化 20% 股权，形成“炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹-纺织”全产业链布局。目前浙石化炼化一体化项目已形成加工 4000 万吨/年炼油、880 万吨/年对二甲苯、420 万吨/年乙烯处理能力的世界级炼化一体化基地。公司间接持有泰昆石化（印尼）有限公司 80% 股权，泰昆石化项目规模为 1000 万吨/年炼油，对二甲苯（PX）产能 200 万吨/年，乙烯 120 万吨/年。根据现泰昆石化项目可研报告，按 2019-2023 年原料、产品均价测算，项目建成后，预计可实现年均营业收入 74.0 亿美元，年均税后利润 5.2 亿美元，有望大幅提升公司盈利水平。
- 给予“增持”投资评级。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 13.5 亿、21.2 亿、32.4 亿元，EPS 分别为 0.56、0.88、1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 20、13、8 倍。首次覆盖，给予“增持”投资评级。
- 风险提示：下游市场需求不足、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	61993	82640	102394	110646	124794
同比增长	5%	33%	24%	8%	13%
营业利润(百万元)	(363)	579	1382	2458	3831
同比增长	-105%	-260%	139%	78%	56%
归母净利润(百万元)	130	797	1350	2122	3241
同比增长	-98%	512%	69%	57%	53%
每股收益(元)	0.05	0.33	0.56	0.88	1.34
PE	209.2	34.2	20.2	12.8	8.4
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：11.3 元

基础数据

总股本（百万股）	2411
已上市流通股（百万股）	2396
总市值（十亿元）	27.2
流通市值（十亿元）	27.1
每股净资产（MRQ）	15.1
ROE（TTM）	2.5
资产负债率	66.7%
主要股东	桐昆控股集团有限公司
主要股东持股比例	19.28%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-28	-19
相对表现	-3	-35	-27



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

周铮

S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安

S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

正文目录

一、 公司总体概况.....	5
1、 全球最大的涤纶长丝企业，拥有全产业链优势	5
2、 近年收入规模稳步增长，经营业绩有所承压	6
3、 公司股权结构稳定，管理团队从业经验丰富	6
二、 PTA 行业产能增长较快，盈利能力处于较低水平	7
三、 煤制乙二醇快速发展，己二醇自给率大幅提高	9
四、 涤纶长丝规模稳步增长，行业供需有望底部改善	10
1、 供给和需求规模稳步增长，行业集中度较高	10
2、 下游行业处于底部区域，需求有望逐步迎来复苏	12
3、 行业库存处于较低水平，景气度有望逐步企稳向好	14
五、 布局炼化一体化项目，进一步打开未来成长空间	15
六、 关键假设及盈利预测	16
1、 关键假设	16
2、 盈利预测	17
七、 风险提示	17

图表目录

图 1: 涤纶长丝上下游产业链图	5
图 2: 近几年公司营业收入及增速	6
图 3: 近几年公司归母净利润及增速	6
图 4: 近几年公司涤纶长丝产品销量（万吨）	6
图 5: 近几年公司涤纶长丝产品销售均价（元/吨）	6
图 6: 公司股权结构图	7
图 7: 国内 PTA 有效产能及产量	7
图 8: 国内 PTA 行业集中度	7
图 9: 国内 PTA 表观消费量及增速	8
图 10: 我国 PTA 进出口量	8
图 11: 国际原油与 PX 价格走势	8
图 12: PTA 价格及价差走势	8

图 13: 国内乙二醇有效产能及产量.....9

图 14: 国内乙二醇行业集中度.....9

图 15: 国内乙二醇表观消费量及增速.....9

图 16: 我国乙二醇进出口量.....9

图 17: 国际原油与乙烯价格走势.....10

图 18: 乙二醇价格及价差走势.....10

图 19: 国内涤纶长丝有效产能及产量.....11

图 20: 涤纶长丝行业集中度.....11

图 21: 国内涤纶长丝表观消费量及增速.....11

图 22: 涤纶长丝进出口量情况.....11

图 23: 涤纶长丝下游应用领域分布.....13

图 24: 涤纶长丝下游主要产品分布.....13

图 25: 纺织服装、服饰业营业收入.....13

图 26: 纺织服装、服饰业利润总额.....13

图 27: 中国出口交货值纺织服装、服饰业.....13

图 28: 中国纺织服装、服饰业产成品存货.....13

图 29: 中国商品房销售面积情况.....14

图 30: 中国商品房待售面积情况.....14

图 31: 中国房屋施工面积情况.....14

图 32: 中国房屋新开工面积情况.....14

图 33: 涤纶长丝工厂周度库存量.....15

图 34: 涤纶长丝江浙织机库存天数.....15

图 35: 涤纶长丝华东市场价格走势（元/吨）.....15

图 36: 涤纶长丝 POY 价格及价差走势（元/吨）.....15

图 37: 泰昆石化主体结构股权架构图.....16

图 38: 桐昆股份历史 PE Band.....18

图 39: 桐昆股份历史 PB Band.....18

表 1: 公司主要产品及产能情况（截至 2024 年中报数据）.....5

表 2: 2024-2026 年我国 PTA 行业新增产能计划.....8

表 3: 2024-2026 年我国乙二醇行业新增产能计划.....10

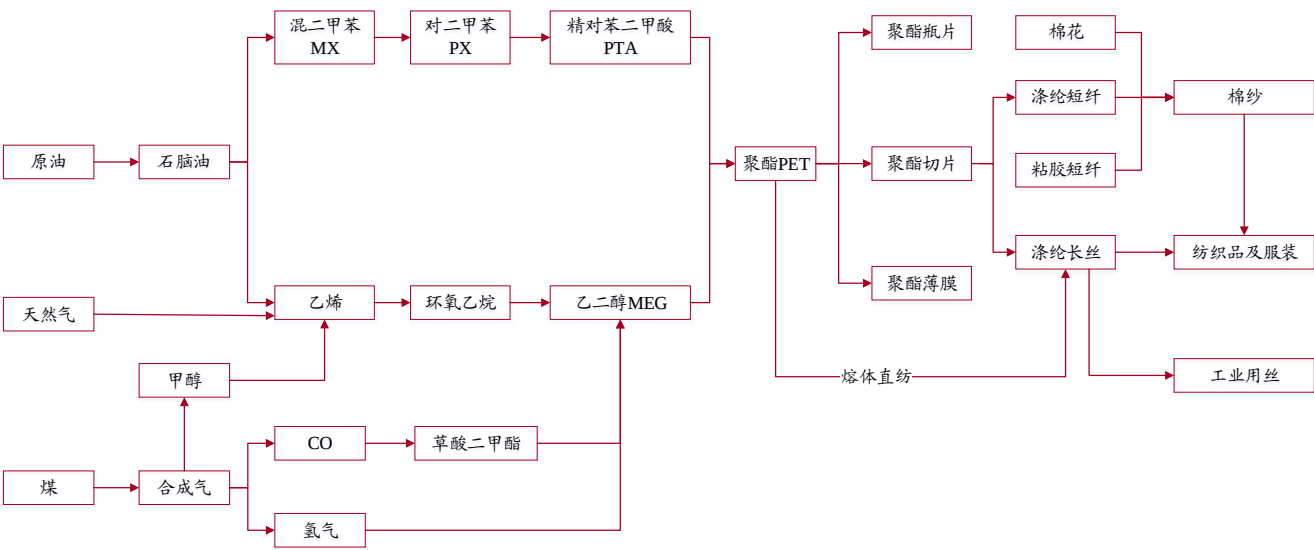
表 4: 2021 年以来我国涤纶长丝淘汰产能	11
表 5: 2024-2026 年我国涤纶长丝规划产能	12
表 6: 公司各主营业务收入及盈利预测	17
附: 财务预测表	19

一、公司总体概况

1、全球最大的涤纶长丝企业，拥有全产业链优势

公司主要从事涤纶长丝行业，同时向产业链上游延伸，不断做大做强。桐昆集团股份有限公司是一家投资石油炼化，以 PTA、聚酯和涤纶纤维制造为主业的企业，主要从事各类民用涤纶长丝的生产、销售，以及涤纶长丝主要原料之一 PTA（精对苯二甲酸）的生产。公司主要产品为各类民用涤纶长丝，包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶复合丝、ITY、中强丝六大系列一千多个品种，覆盖了涤纶长丝产品的全系列，在行业中有“涤纶长丝企业中的沃尔玛”之称。

图 1：涤纶长丝上下游产业链图



资料来源：公司公告、百川盈孚、招商证券

公司是全球最大的涤纶长丝企业，持续向上游延伸加强产业链一体化。公司产业版图成功点亮了除浙江以外的江苏、安徽、广西、福建、新疆五个省份，全国性全产业链的空间布局已初步成型。公司是全球最大的涤纶长丝生产企业，截至 2024 年 6 月底，公司已具备 1000 万吨原油加工权益量、1020 万吨 PTA、1300 万吨聚合、1350 万吨涤纶长丝年生产加工能力。2001-2023 年公司连续 23 年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，具有较大的市场话语权，且市场份额逐年提升，稳居世界第一。公司在涤纶长丝产业基础之上，向上游延伸至 PTA、MEG、纺丝油剂、石油炼化、热力工程等领域，已实现 PTA 原材料自给自足，一期 60 万吨/年天然气制乙二醇项目已建成投产，进一步加强原材料配套。

表 1：公司主要产品及产能情况（截至 2024 年中报数据）

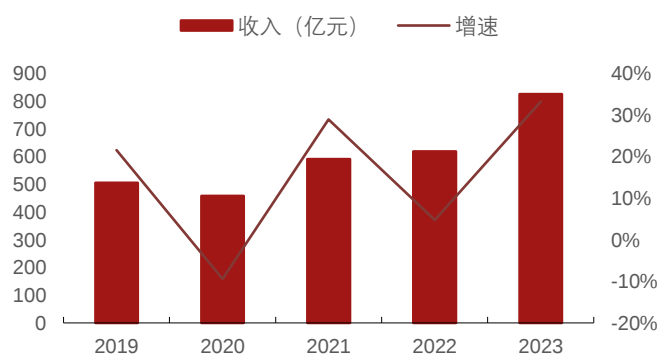
主要产品	设计产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）	预计投产时间
涤纶长丝	1350	120	2025 年
PTA	1020	—	—

资料来源：公司公告、招商证券

2、近年收入规模稳步增长，经营业绩有所承压

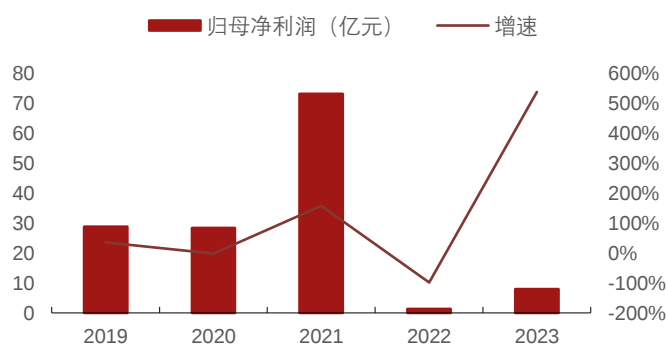
近几年公司经营规模稳步增长，受行业周期性影响业绩有所承压。2023 年公司营业收入 826.4 亿元，同比增长 33.3%，年均复合增长 15.8%，归母净利润 7.97 亿元，同比增长 539.1%。2024 年前三季度公司实现收入 760.5 亿元，同比增长 23.2%，归母净利润 10.1 亿元，同比增长 11.4%。涤纶长丝行业 2021 年下半年开始步入调整期，期间国际原油价格大幅波动，下游市场需求短期难以消化新增供给，导致行业盈利受到较大影响。2023 年公司涤纶长丝销量 1034 万吨，同比增长 34.8%，其中 POY 销量 784 万吨，占比约 76%。涤纶长丝价格主要受自身供需格局影响，同时受到国际原油价格及原材料成本影响，近三年公司销售均价总体相对平稳。

图 2：近几年公司营业收入及增速



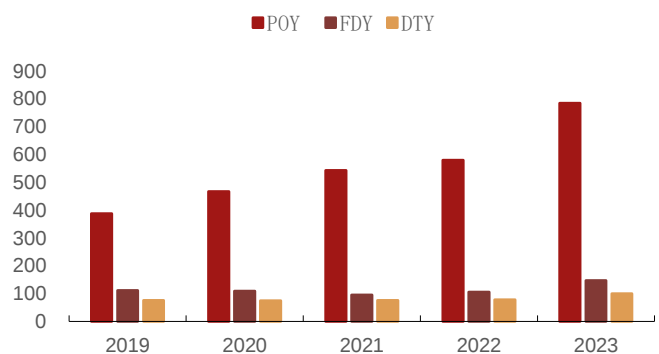
资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 3：近几年公司归母净利润及增速



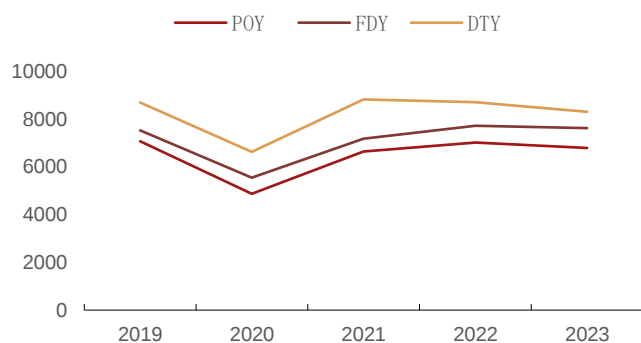
资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 4：近几年公司涤纶长丝产品销量（万吨）



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：近几年公司涤纶长丝产品销售均价（元/吨）

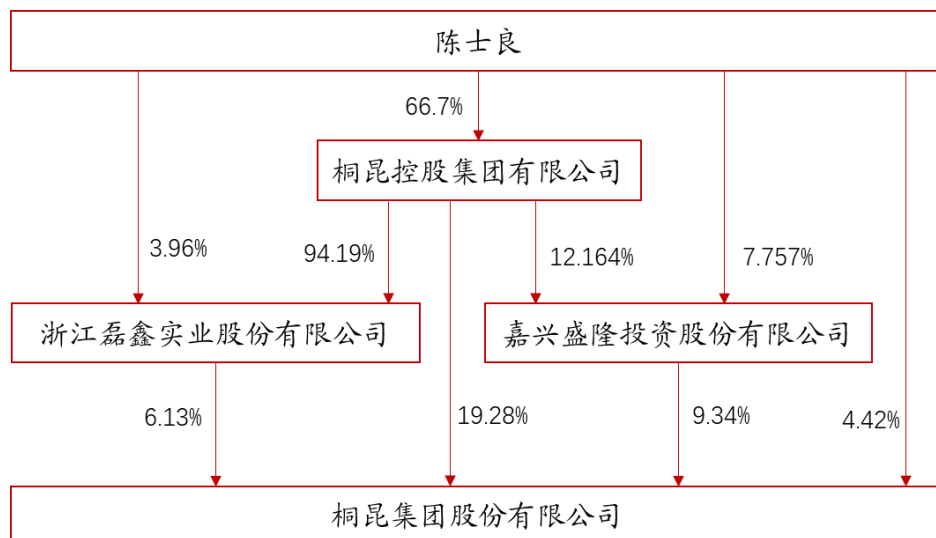


资料来源：公司公告、招商证券

3、公司股权结构稳定，管理团队从业经验丰富

陈士良先生为公司实际控制人，管理团队从业经验丰富。桐昆控股集团为公司控股股东，直接持有上市公司 19.28% 的股份，桐昆控股持有浙江磊鑫实业 94.19% 的股份，陈士良先生为公司实际控制人，同时持有桐昆控股集团 66.7% 的股份，持有浙江磊鑫实业 3.96% 的股份，陈士良先生同时担任浙江磊鑫实业董事长和嘉兴盛隆投资的董事。公司决策层拥有 40 多年从业经验，能对行业发展做出准确及时的判断，稳健驾驭企业，保持平稳发展。

图 6：公司股权结构图

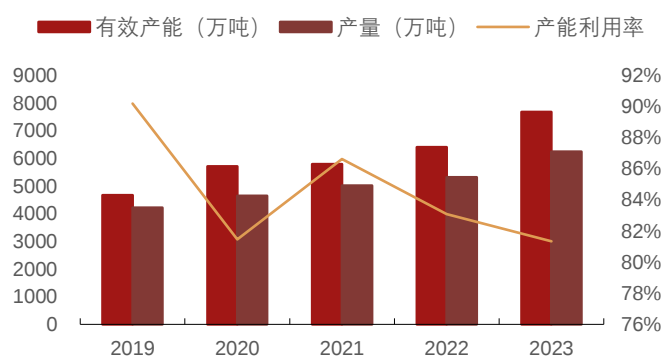


资料来源：公司公告、招商证券

二、PTA 行业产能增长较快，盈利能力处于较低水平

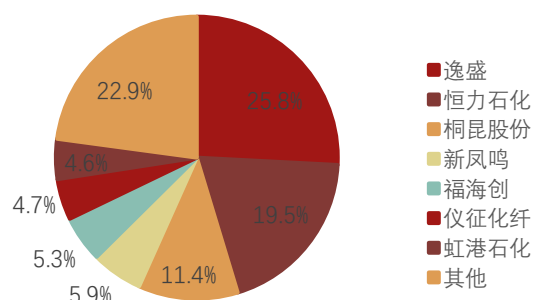
近几年国内 PTA 供给持续增长，行业产能集中度较高。2023 年我国 PTA 有效产能 7672 万吨/年，同比增长 19.9%，自 2019 年以来年均增长 13.2%；产量 6240 万吨，同比增长 17.4%，自 2019 年以来年均增长 10.3%；2023 年国内 PTA 产能利用率 81.3%，同比下降 1.8 pct。截至目前，我国 PTA 有效产能 8518 万吨/年，2024 年 1-10 月产量 5785 万吨，同比增长 12.7%，主要生产企业逸盛、恒力石化、桐昆股份、新凤鸣产能合计占比 62.6%。

图 7：国内 PTA 有效产能及产量



资料来源：百川盈孚、招商证券

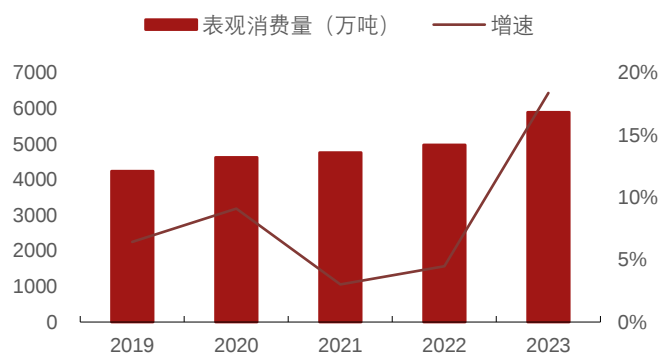
图 8：国内 PTA 行业集中度



资料来源：百川盈孚、招商证券

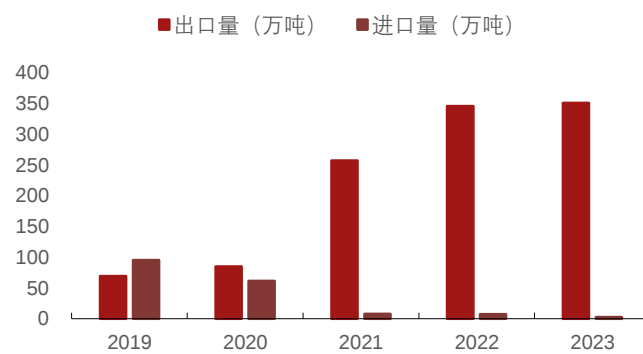
随着下游行业不断发展，我国 PTA 需求稳步增长。2023 年国内 PTA 表观消费量 5891 万吨，同比增长 18.4%，自 2019 年以来年均复合增长 8.6%。2024 年 1-10 月我国 PTA 表观消费量 5414 万吨，同比增长 12%。由于我国 PTA 产能持续投放，已经实现完全自给，同时部分用于出口，2023 年我国 PTA 出口量 351 万吨，自 2019 年以来大幅增加，2024 年 1-10 月我国 PTA 出口量 373 万吨，同比增长 23.4%。

图 9：国内 PTA 表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 10：我国 PTA 进出口量



资料来源：百川盈孚、招商证券

未来三年 PTA 供给仍有一定增量,对行业形成一定压制。2024-2026 年我国 PTA 规划产能达 2210 万吨/年,其中 2024 年已投产 450 万吨/年,部分企业 PTA 主要用于自身产业链配套。近几年由于 PTA 行业新增供给较多,供大于求的格局较为明显,行业整体盈利状况较差,新产能能否如期投产有待进一步观察。

表 2：2024-2026 年我国 PTA 行业新增产能计划

企业	产能 (万吨)	预计投产时间	实际投产时间
广西桐昆石化有限公司	300	2026-12	
浙江独山能源有限公司	600	2025-12	
福建福海创石油化工有限公司	300	2025-12	
江苏三房巷聚材股份有限公司	320	2025-06	
江苏虹港石化有限公司	240	2025-03	
中国石化仪征化纤有限责任公司	300	2024-04	2024-04
台化兴业(宁波)有限公司	150	2024-03	2024-03

资料来源：百川盈孚、招商证券

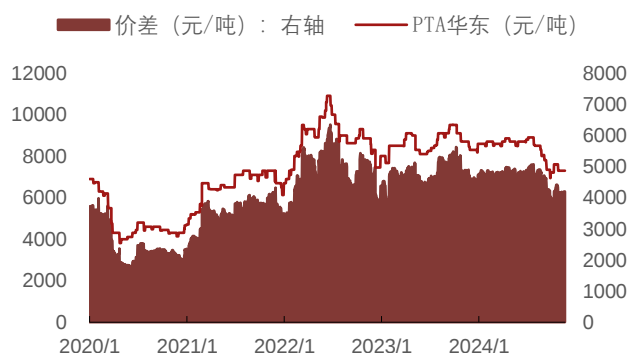
成本推动下 PTA 价格处于中位数偏高水平。PTA 的主要原料为 PX, PX 价格与原油价格保持着较强的一致性,因此 PTA 价格也间接受到原油市场影响。近几年随着国内大炼化项目陆续投产,我国 PX 进口依赖度大幅降低。由于国内 PTA 行业整体供给压力较大,同时近几年国际原油价格维持较高水平,因此 PTA 行业整体盈利较差,预计短期仍将维持偏弱状况。

图 11：国际原油与 PX 价格走势



资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 12：PTA 价格及价差走势

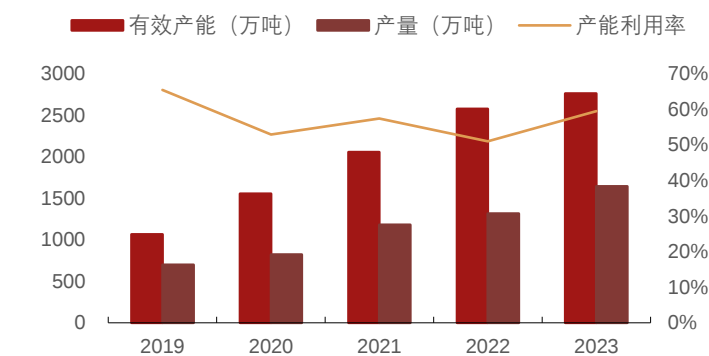


资料来源：Wind 资讯、招商证券

三、煤制乙二醇快速发展，乙二醇自给率大幅提高

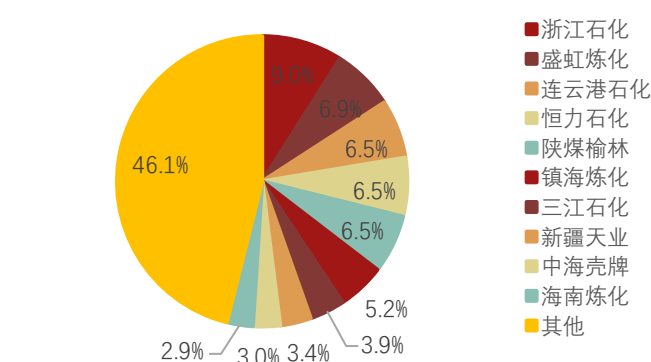
近几年国内乙二醇供给持续增长，行业产能集中度较低。2023 年我国乙二醇有效产能 2762 万吨/年，同比增长 7.2%，自 2019 年以来年均增长 26.9%；产量 1643 万吨，同比增长 25.0%，自 2019 年以来年均增长 23.9%；2023 年国内乙二醇产能利用率 59.5%，同比提高 8.5 pct。近几年国内煤制乙二醇快速发展，2024 年 1-10 月我国煤制乙二醇产量 527 万吨，同比增长 21.8%，占国内乙二醇总产量 35.1%，10 月国内煤制乙二醇开工率 60.2%。随着我国煤化工新项目的建设及工艺技术的不断进步，未来煤制乙二醇占比有望进一步提高。从行业集中度看，我国乙二醇产能较为分散，前五大企业产能占比 35.4%。

图 13：国内乙二醇有效产能及产量



资料来源：百川盈孚、招商证券

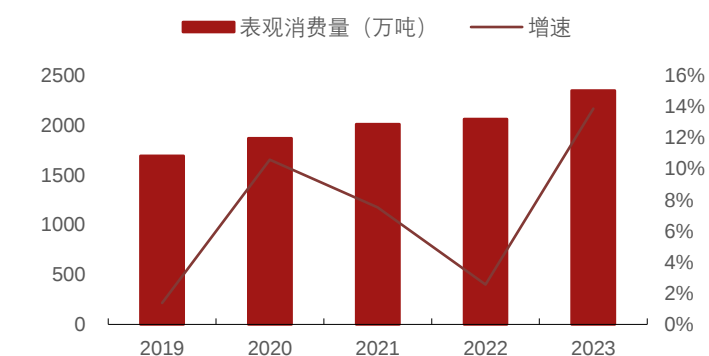
图 14：国内乙二醇行业集中度



资料来源：百川盈孚、招商证券

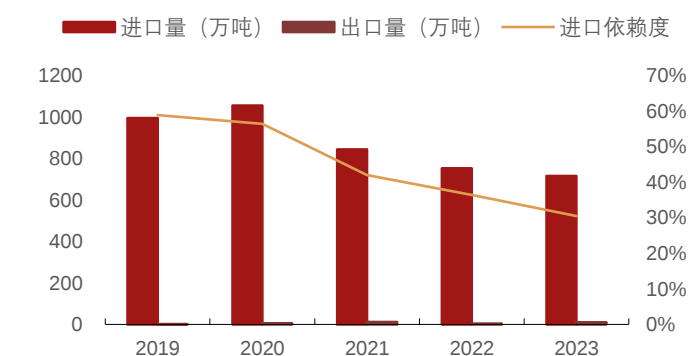
我国乙二醇需求稳步增长，进口依赖度有所降低。2023 年国内乙二醇表观消费量 2347 万吨，同比增长 13.9%，自 2019 年以来年均复合增长 8.5%。2024 年 1-10 月我国乙二醇表观消费量 2030 万吨，同比增长 5%。我国乙二醇下游消费中，涤纶长丝、聚酯瓶片、涤纶短纤、聚酯切片分别占比 50%、20%、11%、9%。过去我国乙二醇主要依赖进口，随着国内大炼化及煤制乙二醇项目投产，自给率大幅提高，2023 年我国乙二醇进口量 715 万吨，进口依赖度 35%。

图 15：国内乙二醇表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 16：我国乙二醇进出口量



资料来源：百川盈孚、招商证券

未来三年我国乙二醇供给持续增加，进口依赖度有望进一步降低。2024-2026 年我国乙二醇规划产能 590 万吨/年，其中 2024 年 10 月已投产 30 万吨/年。目前我国乙二醇进口依赖度仍较高，随着新项目的建成投产，我国乙二醇的进口依赖度有望进一步降低。

表 3：2024-2026 年我国乙二醇行业新增产能计划

企业	产能（万吨）	预计投产时间	实际投产时间
华锦阿美石油化工有限公司	40	2026-08	
内蒙古久泰新材料有限公司	100	2026-03	
中煤平朔集团有限公司	60	2025-08	
陕西华彬正开新能源科技有限公司	30	2025-06	
山东裕龙石化有限公司	160	2025-06	
宁夏宝丰能源集团股份有限公司	10	2025-06	
宁夏鲲鹏清洁能源有限公司	40	2025-05	
四川正达凯新材料有限公司	120	2025-03	
中化学(内蒙古)新材料有限责任公司	30	2024-10	2024-10

资料来源：百川盈孚、招商证券

国际油价对乙二醇市场影响明显，近期乙二醇价格维持平稳。从全球范围看，乙二醇工艺主要分为原油（石脑油）法、天然气法和煤制法三条路径，前两种工艺也称为乙烯法工艺，其中原油（石脑油）制乙二醇产能占据绝对优势，因此国际原油价格对乙二醇市场有着重要影响。近几年国际原油价格波动较大，乙烯法乙二醇成本大幅增加，煤制乙二醇工艺经过多年发展，技术水平、产品质量均取得了极大进步。随着国内煤制乙二醇行业的快速发展，未来国内乙二醇供应有望进一步宽松，利好涤纶长丝行业发展。

图 17：国际原油与乙烯价格走势



资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 18：乙二醇价格及价差走势



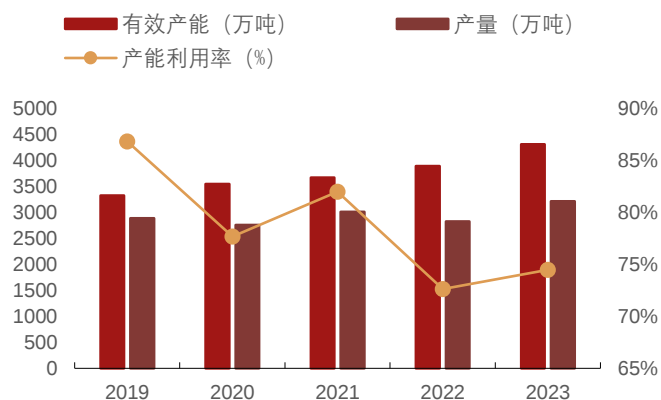
资料来源：Wind 资讯、招商证券

四、涤纶长丝规模稳步增长，行业供需有望底部改善

1、供给和需求规模稳步增长，行业集中度较高

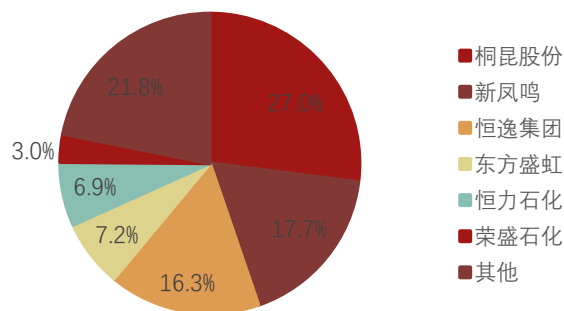
涤纶长丝行业供给端稳步增长，具有较高的行业集中度。2023 年国内涤纶长丝有效产能 4316 万吨/年，同比增长 10.8%，自 2019 年以来年均复合增长 6.7%；2023 年我国涤纶长丝产量 3215 万吨，同比增长 13.6%，自 2019 年以来年均复合增长 2.7%；2023 年行业产能利用率 74.5%，同比提高 1.85 pct。截至 2024 年 10 月，我国涤纶长丝产能 4295 万吨，部分落后产能被淘汰，1-10 月我国涤纶长丝产量 3061 万吨，同比增长 17.15%。我国涤纶长丝生产企业集中度较高，其中桐昆股份和新凤鸣为国内领先的两大龙头企业，目前国内前五大企业产能约占行业总产能 75.1%，具有较强的市场影响力。

图 19：国内涤纶长丝有效产能及产量



资料来源：百川盈孚、招商证券

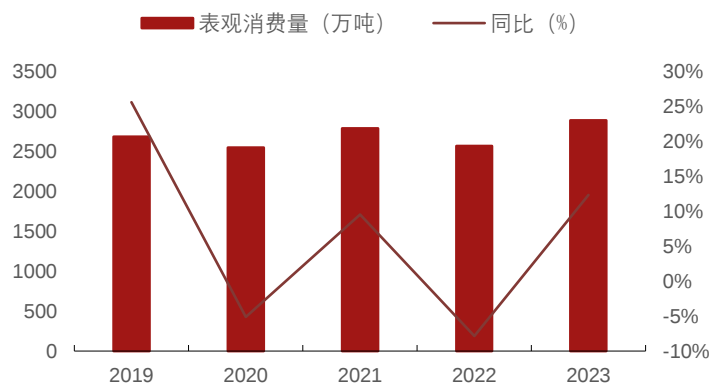
图 20：涤纶长丝行业集中度



资料来源：百川盈孚、招商证券

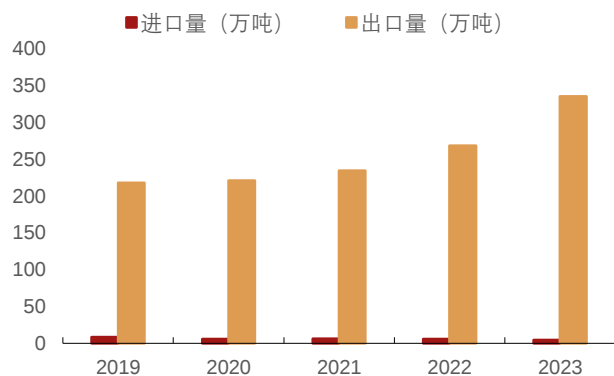
近两年国内涤纶长丝需求大幅提升，出口量总体稳步增长。2023 年我国涤纶长丝表观消费量 2885 万吨，同比增长 12.33%，自 2019 年以来年均复合增长 1.84%，2024 年 1-10 月我国涤纶长丝表观消费量 2806 万吨，同比增长 20%，下游市场需求大幅增长。由于国内涤纶长丝行业产能持续扩张及产品性能持续提升，我国涤纶长丝进口量较低，出口量总体保持较快增长，2023 年我国涤纶长丝出口量 335.4 万吨，同比增长 25.0%，2024 年 1-10 月出口量 259 万吨，同比下降 8.9%。随着我国涤纶长丝行业持续走向规模化、高端化，在国际市场的话语权也将不断提升。

图 21：国内涤纶长丝表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 22：涤纶长丝进出口量情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

涤纶长丝行业落后产能不断退出，新规划产能投产具有不确定性。我国涤纶长丝生产企业众多，随着多年来的行业竞争，落后产能持续退出，2021 年以来，我国涤纶长丝行业累计淘汰落后产能 366 万吨/年。根据百川盈孚数据，2024-2026 年我国涤纶长丝行业新增产能规划合计 950 万吨/年，其中 2024 年投产 70 万吨/年，2025、2026 年新增产能规划分别为 325 万吨、555 万吨/年，部分产能处于规划阶段，实际建设及投产时间具有较大不确定性。

表 4：2021 年以来我国涤纶长丝淘汰产能

厂家名称	装置所在地	产能 (万吨/年)	淘汰时间
浙江联达化纤有限公司	浙江省	18	2024-05
宁波金盛纤维科技有限	浙江省	10	2024-04
江苏宏泰纤维科技有限	江苏省	25	2024-02
浙江金鑫化纤有限公司	浙江省	18	2023-04

厂家名称	装置所在地	产能（万吨/年）	淘汰时间
华祥(中国)高纤有限公司	浙江省	40	2022-12
浙江天圣化纤有限公司	浙江省	80	2022-09
江苏长乐纤维科技有限	江苏省	25	2022-07
杭州华成聚合纤有限公	浙江省	20	2022-07
浙江绿宇环保有限公司	浙江省	10	2022-07
吴江新民化纤有限公司	江苏省	40	2021-01
江苏鹰翔化纤股份有限	江苏省	40	2021-01
太仓振辉化纤有限公司	江苏省	40	2021-01

资料来源：百川盈孚、招商证券

表 5：2024-2026 年我国涤纶长丝规划产能

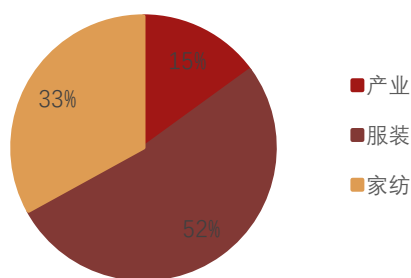
企业	产能（万吨/年）	预计投产时间	实际投产时间	备注
江苏国望高科纤维有限公司	200	2026-12		
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	120	2026-05		
新疆宇欣新材料有限公司	40	2026-05		
华祥(中国)高纤有限公司	40	2026-05		
桐昆集团股份有限公司	30	2026-03		
江苏恒力化纤股份有限公司	60	2026-03		
浙江古纤道绿色纤维有限公司	65	2026-03		
新疆宇欣新材料有限公司	30	2025-12		
安徽佑顺新材料有限公司	30	2025-12		
新凤鸣集团股份有限公司	40	2025-10		
新凤鸣集团股份有限公司	25	2025-03		
桐昆集团股份有限公司	200	2025-03		25 年一季度先投产 60 万吨
桐昆集团股份有限公司	20	2024-11	2024-11	三期规划共 60 万，先投产 20 万吨，后续计划未定
荣盛石化股份有限公司	10	2024-11	2024-11	盛元二期共规划 50 万吨，暂时先投产 10 万。
新凤鸣江苏新拓新材有限公司	40	2024-08	2024-08	

资料来源：百川盈孚、招商证券

2、下游行业处于底部区域，需求有望逐步迎来复苏

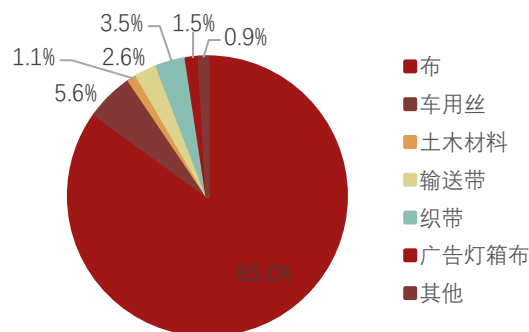
涤纶长丝主要用于家纺、服装和产业，其中以家纺和服装为主。涤纶长丝下游产业、服装和家纺，需求占比分别 15%、52%和 33%。涤纶长丝下游产品主要是民用丝和工业丝，其中民用丝主要用于服装家纺的布，约占涤纶长丝需求量的 85%；工业丝主要用于车用丝、输送带、织布，分别占涤纶长丝需求量的 5.6%、2.6%、3.5%，在产业用纺织品、建筑内饰、交通工具内装饰和防护服领域等领域有着广泛应用。

图 23: 涤纶长丝下游应用领域分布



资料来源: 百川盈孚、招商证券

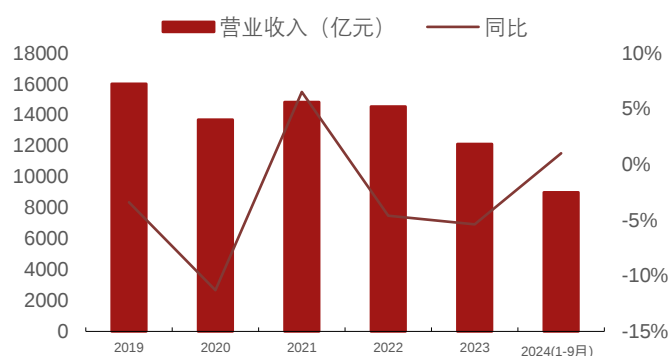
图 24: 涤纶长丝下游主要产品分布



资料来源: 百川盈孚、招商证券

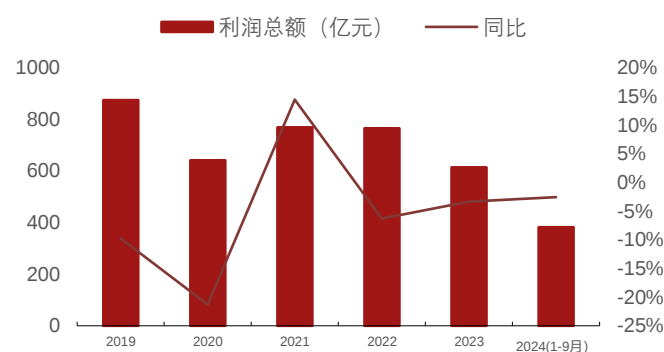
纺织服装及服饰业景气度处于底部，营收和出口同比有所改善。2024 年 1-9 月我国纺织服装、服饰业的营业收入 9000 亿元，同比增长 1.0%，开始有所改善，利润总额 318 亿元，同比下降 2.6%；1-10 月出口交货值为 2382 亿元，同比增长 3.6%，截至 9 月产成品存货 1050 亿元，处于近年来正常水平。

图 25: 纺织服装、服饰业营业收入



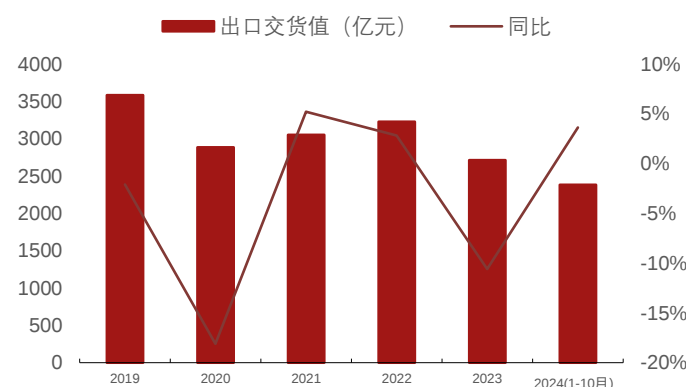
资料来源: wind、招商证券

图 26: 纺织服装、服饰业利润总额



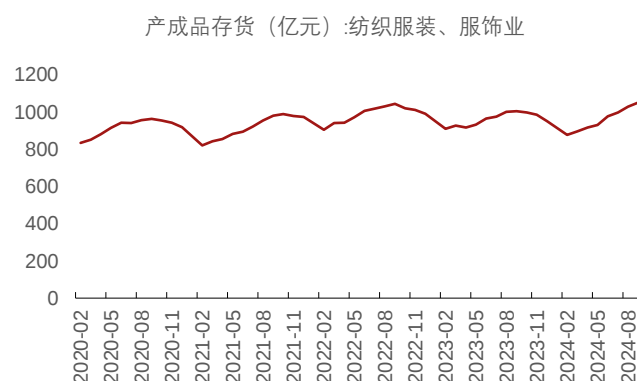
资料来源: wind、招商证券

图 27: 中国出口交货值纺织服装、服饰业



资料来源: wind、招商证券

图 28: 中国纺织服装、服饰业产成品存货

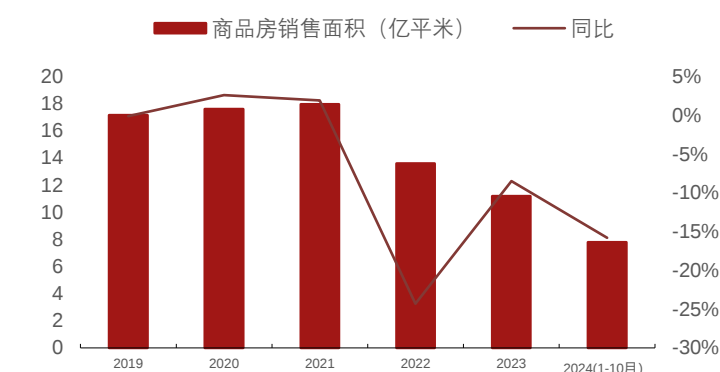


资料来源: wind、招商证券

国内房地产支持政策密集出台，有助改善家纺业需求。2024 年 1-10 月中国商品房销售面积、房屋施工面积和房屋新开工面积分别为 7.79 亿、72.1 亿和 6.1 亿平方米，同比分别下降 15.8%、12.4%和 22.6%；中国商品房待售面积为 7.31 亿平方米，同比增长 12.7%。2024 年以来，国家和地方政府密集出台多项房地

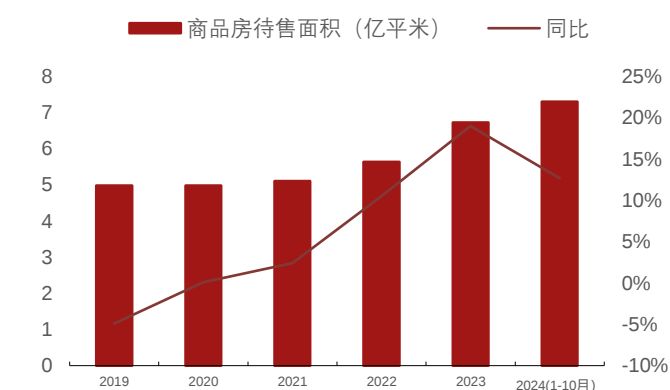
产支持政策，推动房地产市场止跌回稳。目前房地产一揽子政策措施效果逐步显现，多地房地产市场预期进一步改善，有助改善家纺业需求。

图 29：中国商品房销售面积情况



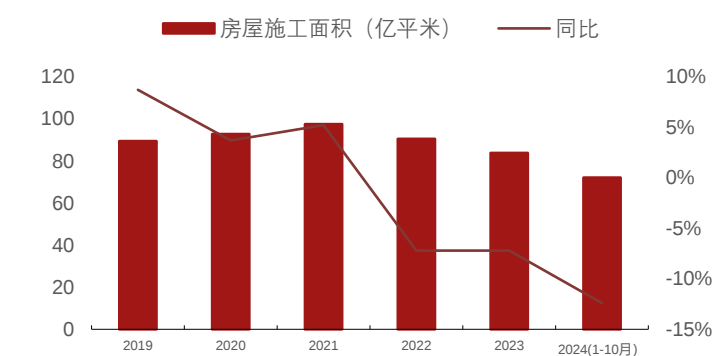
资料来源：wind、招商证券

图 30：中国商品房待售面积情况



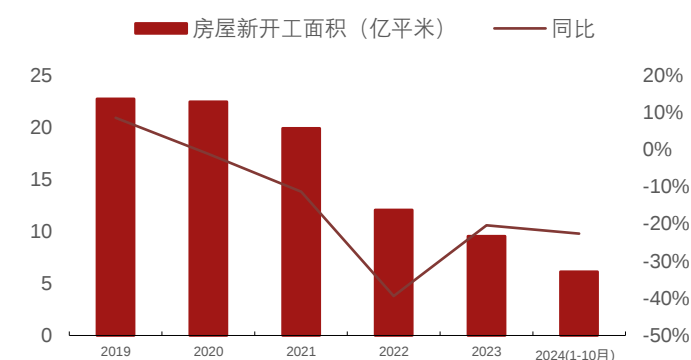
资料来源：wind、招商证券

图 31：中国房屋施工面积情况



资料来源：wind、招商证券

图 32：中国房屋新开工面积情况



资料来源：wind、招商证券

3、行业库存处于较低水平，景气度有望逐步企稳向好

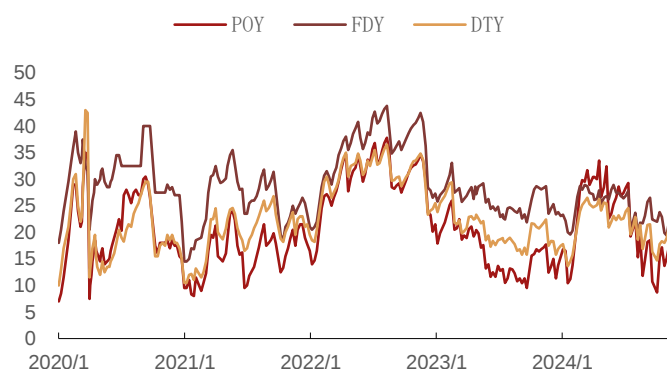
涤纶长丝工厂库存底部，下游库存处于近几年偏低水平。截至 2024 年 11 月中旬，涤纶长丝工厂库存量 173 万吨，10 月初以来库存量有所上升，但仍处于近五年底部水平。下游江浙织机 POY、FDY、DTY 库存天数分别为 17.6 天、22.3 天、21.3 天，自 10 月初以来库存天数有所增加，处于近五年中位数偏低水平。

图 33: 涤纶长丝工厂周度库存量



资料来源: Wind、招商证券

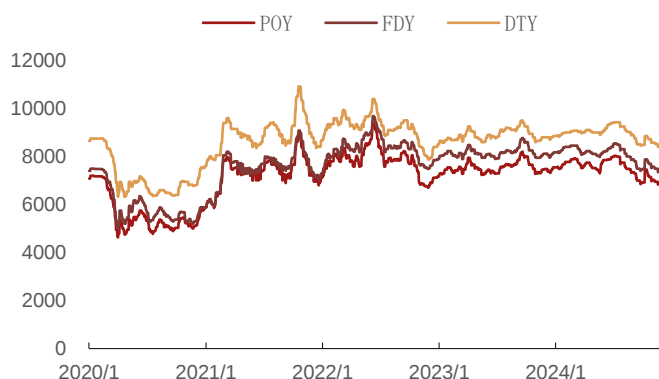
图 34: 涤纶长丝江浙织机库存天数



资料来源: Wind、招商证券

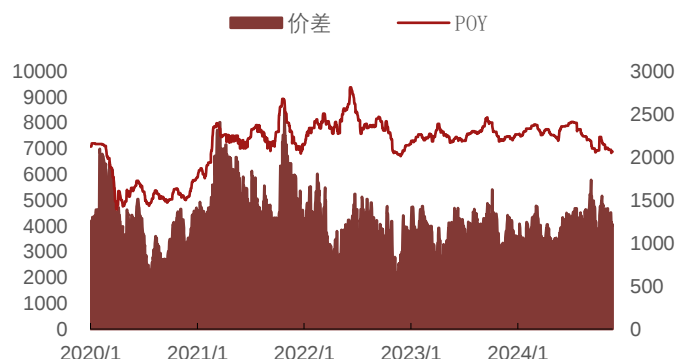
近期涤纶长丝价格有所回落，价差处于中位数偏低水平。2024 年涤纶长丝市场呈现先涨后跌的走势，前期随着成本支撑以及行业挺价推动涤纶长丝价格不断上行，但随着下游需求有所减弱，同时国际原油价格大幅下跌，近期涤纶长丝市场不断下行。在原材料成本端支撑下，当前涤纶长丝市场价处于近年来中位数水平，价差处于中位数偏低水平。2024 年行业新增产能较少，预计明年行业供需关系将有所改善，看好涤纶长丝行业景气度逐步向好。

图 35: 涤纶长丝华东市场价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 36: 涤纶长丝 POY 价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚、招商证券

五、布局炼化一体化项目，进一步打开未来成长空间

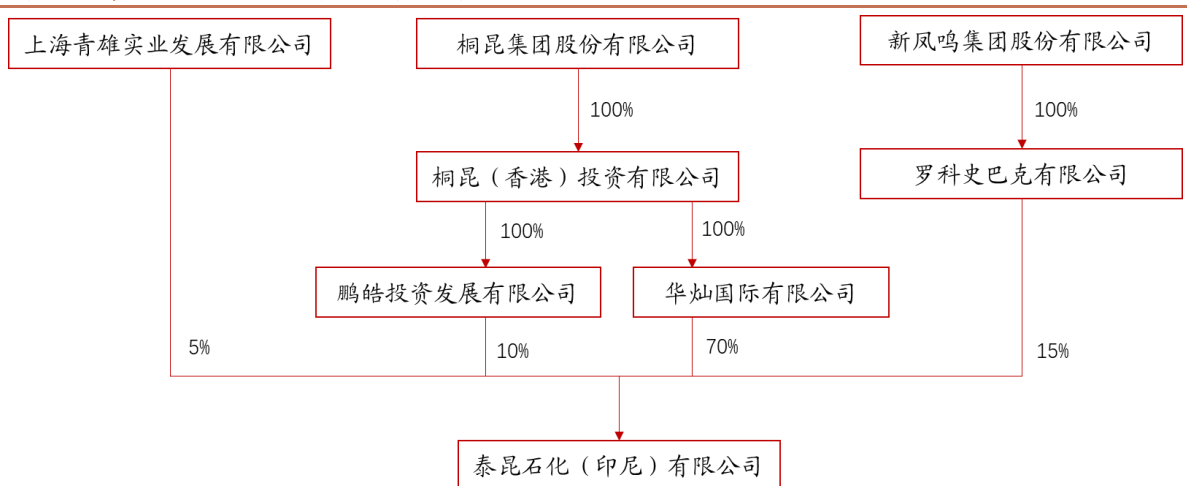
参股浙石化 20% 股权，保障了原材料的供应稳定，同时贡献丰厚投资收益。2017 年 5 月公司参股投资浙石化 20% 股权，形成“炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹-纺织”全产业链布局。目前浙石化炼化一体化项目已形成加工 4000 万吨/年炼油、880 万吨/年对二甲苯、420 万吨/年乙烯处理能力的世界级炼化一体化基地，其中加氢、重整、PX 等多套装置单系列规模为世界最大。项目设计最大程度实现炼化一体化，最大限度为下游化工装置提供优质的原料，最大化生产芳烃（PX）和化工产品，并尽量减少成品油的产量，减油增化成效突出。同时，通过蒸汽、水等能源资源梯级优化利用，充分利用装置低温余热，建成世界规模最大的热法海水淡化装置，实现节能减排。项目炼化一体化率全球第一，远高于全国石化产业一体化率平均水平，基地规模与一体化程度居世界领先水平。浙石化项目投产后为公司带来丰厚投资收益，近几年由于国际原油价格大幅波动，行业供需关系较弱，浙石化业绩有所承压，2024 年上半年浙石化收入 1322 亿元，净利润 20.2

亿元。

间接控股子公司泰昆石化建设炼化一体化项目，持续向上游产业链延伸，进一步打开公司未来成长空间。公司间接持有泰昆石化（印尼）有限公司 80% 股权，泰昆石化项目含增值税筹资额（报批总投资）59.48 亿美元，项目建设内容包括炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施，项目规模为 1000 万吨/年炼油，对二甲苯（PX）产能 200 万吨/年，乙烯 120 万吨/年。根据现泰昆石化项目可研报告，按 2019-2023 年原料、产品均价测算，项目建成后，预计可实现年均营业收入 74.0 亿美元，年均税后利润 5.2 亿美元，税后财务内部收益率为 11.39%，税后投资回收期为 10.31 年（含建设期 4 年），有望大幅提升公司盈利水平。

泰昆石化主要产品包括：成品油 418 万吨/年、对二甲苯（PX）200 万吨/年、苯 72 万吨/年、硫磺 26 万吨/年、液化气 42 万吨/年（其中异丁烷 37 万吨/年）、全密度聚乙烯 FDPE 40 万吨/年、高密度聚乙烯 HDPE 40 万吨/年、线型低密度聚乙烯 LLDPE 40 万吨/年、聚丙烯 PP 50 万吨/年等。

图 37：泰昆石化主体结构股权架构图



资料来源：公司公告、招商证券

六、关键假设及盈利预测

1、关键假设

（一）公司化纤产品主要为涤纶长丝（POY、FDY、DTY）。假设 2024-2026 年，随着新产能不断释放，公司涤纶长丝销量逐步增加，2025-2026 年随着行业供需关系底部边际改善，涤纶长丝价格和毛利率逐步提高。

（1）假设 2024-2026 年 POY 销量分别为 950 万、1020 万、1160 万吨，销售均价分别为 6660、6720、6770 元/吨，毛利率分别为 5.2%、6.1%、6.8%。

（2）假设 2024-2026 年 FDY 销量分别为 210 万、230 万、260 万吨，销售均价分别为 7480 元、7550 元、7610 元/吨，毛利率分别为 9.8%、10.7%、11.4%。

（3）假设 2024-2026 年 DTY 销量分别为 110 万、120 万、135 万吨，销售均价分别为 8330 元、8410 元、8470 元/吨，毛利率分别为 2.5%、3.4%、4.1%。

(二) 公司石化产品主要为 PTA。假设 2024-2026 年公司 PTA 销量维持 130 万吨；销售均价分别为 5020 元、5040 元、5050 元/吨，毛利率分别为 1.2%、1.6%、1.8%，经过多年调整后价格和毛利率小幅回升。

2、盈利预测

表 6：公司各主营业务收入及盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、化纤						
收入（亿元）	579.23	602.80	749.36	932.56	1013.51	1153.49
增速	66.5%	4.1%	24.3%	24.4%	8.7%	13.8%
成本（亿元）	514.11	583.07	707.42	877.77	945.77	1068.89
毛利（亿元）	65.12	19.73	41.95	54.79	67.74	84.60
毛利率	11.2%	3.3%	5.6%	5.9%	6.7%	7.3%
二、石化						
收入（亿元）	1.06	0.0036	52.16	65.26	65.52	65.65
增速	-94.2%	-99.7%	1463904%	25%	0.4%	0.2%
成本（亿元）	1.07	0.0035	52.66	64.45	64.45	64.45
毛利（亿元）	-0.02	0.00003	-0.50	0.81	1.07	1.20
毛利率	-1.9%	0.7%	-1.0%	1.2%	1.6%	1.8%
三、其他业务						
收入（亿元）	11.02	17.13	24.88	26.12	27.43	28.80
增速	-88.0%	55.4%	45.3%	5.0%	5.0%	5.0%
成本（亿元）	10.97	16.81	24.47	25.69	26.98	28.33
毛利（亿元）	0.05	0.32	0.41	0.43	0.45	0.47
毛利率	0.5%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

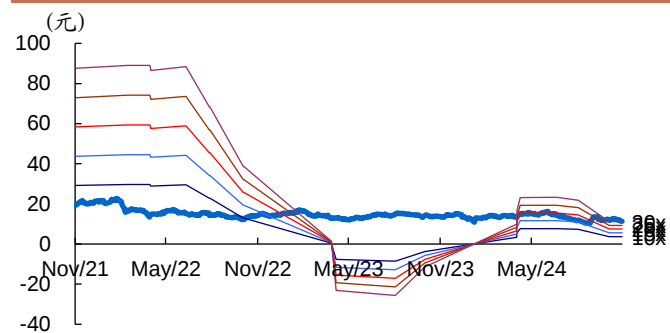
资料来源：公司公告、招商证券

盈利预测及估值：预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 13.5 亿、21.2 亿、32.4 亿元，EPS 分别为 0.56、0.88、1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 20、13、8 倍。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

七、风险提示

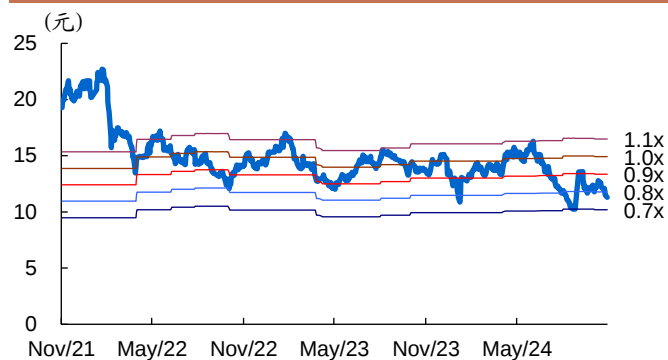
- 1、下游市场需求不足的风险。**涤纶长丝下游主要是服装和家纺，受到国内市场和出口市场的影响，如果下游市场需求不足，将不利于涤纶长丝行业复苏。
- 2、产品价格下跌的风险。**涤纶长丝为大宗商品，具有较强的周期属性，其价格受到国际原油价格、行业供需关系变化等多方面因素影响，如果产品价格下跌较多，将影响公司业绩。
- 3、新项目投产不及预期的风险。**新项目容易受审批、政策、调试等多方面因素影响，能否顺利投产存在一定的不确定性，若投产不及预期，将影响公司业绩。

图 38: 桐昆股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 39: 桐昆股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	22462	26106	26929	30041	32882
现金	11670	11616	9124	10948	11498
交易性投资	490	224	224	224	224
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	795	693	835	902	1017
其它应收款	48	141	175	189	213
存货	7386	10249	12634	13539	15164
其他	2074	3183	3937	4239	4766
非流动资产	67678	76340	79925	83132	86001
长期股权投资	18502	18834	18834	18834	18834
固定资产	23399	44160	48031	51496	54597
无形资产商誉	2294	2858	2573	2315	2084
其他	23483	10487	10487	10486	10486
资产总计	90140	102446	106853	113173	118883
流动负债	39077	46957	50076	54614	57621
短期借款	19507	20974	27420	30409	30634
应付账款	12499	14524	17918	19201	21505
预收账款	1129	883	1089	1167	1307
其他	5942	10576	3648	3836	4175
长期负债	16056	19706	19706	19706	19706
长期借款	15315	18475	18475	18475	18475
其他	741	1231	1231	1231	1231
负债合计	55134	66663	69782	74320	77327
股本	2411	2411	2411	2411	2411
资本公积金	13148	13135	13135	13135	13135
留存收益	19139	19924	21171	22887	25491
少数股东权益	308	313	354	419	518
归属于母公司所有者权益	34698	35470	36717	38433	41038
负债及权益合计	90140	102446	106853	113173	118883

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1073	3121	7260	7826	9310
净利润	136	821	1392	2186	3340
折旧摊销	2711	3645	4922	5299	5637
财务费用	693	1000	1212	1341	1380
投资收益	(1232)	(322)	(1052)	(1264)	(1540)
营运资金变动	(686)	(1633)	780	259	487
其它	(550)	(390)	7	4	6
投资活动现金流	(16292)	(10484)	(7455)	(7243)	(6968)
资本支出	(15035)	(11367)	(8508)	(8508)	(8508)
其他投资	(1257)	883	1052	1264	1540
筹资活动现金流	12825	6527	(2296)	1242	(1792)
借款变动	14403	6769	(981)	2989	224
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(584)	(13)	0	0	0
股利分配	(796)	0	(104)	(405)	(636)
其他	(198)	(229)	(1212)	(1341)	(1380)
现金净增加额	(2394)	(836)	(2492)	1825	550

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	61993	82640	102394	110646	124794
营业成本	59988	78455	96791	103720	116167
营业税金及附加	152	294	364	394	444
营业费用	101	118	143	155	175
管理费用	1193	1352	1536	1660	1872
研发费用	1655	1755	2048	2213	2496
财务费用	427	783	1212	1341	1380
资产减值损失	(191)	30	30	30	30
公允价值变动收益	30	(15)	(15)	(15)	(15)
其他收益	88	361	361	361	361
投资收益	1232	321	707	919	1194
营业利润	(363)	579	1382	2458	3831
营业外收入	45	57	57	57	57
营业外支出	8	11	11	11	11
利润总额	(325)	624	1428	2503	3876
所得税	(462)	(197)	36	317	536
少数股东损益	6	24	41	65	99
归属于母公司净利润	130	797	1350	2122	3241

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	5%	33%	24%	8%	13%
营业利润	-105%	-260%	139%	78%	56%
归母净利润	-98%	512%	69%	57%	53%
获利能力					
毛利率	3.2%	5.1%	5.5%	6.3%	6.9%
净利率	0.2%	1.0%	1.3%	1.9%	2.6%
ROE	0.4%	2.3%	3.7%	5.6%	8.2%
ROIC	0.1%	2.9%	3.0%	3.6%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	65.1%	65.3%	65.7%	65.0%
净负债比率	42.3%	45.8%	43.0%	43.2%	41.3%
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
存货周转率	9.4	8.9	8.5	7.9	8.1
应收账款周转率	107.0	111.0	134.0	127.0	130.0
应付账款周转率	5.7	5.8	6.0	5.6	5.7
每股资料(元)					
EPS	0.05	0.33	0.56	0.88	1.34
每股经营净现金	0.44	1.29	3.01	3.25	3.86
每股净资产	14.39	14.71	15.23	15.94	17.02
每股股利	0.00	0.04	0.17	0.26	0.40
估值比率					
PE	209.2	34.2	20.2	12.8	8.4
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	33.0	18.1	11.8	9.8	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。